



IBS
capital
allies



Kwartaalverslag 1^e kwartaal 2018

“I believe alien life is quite common in the universe, although intelligent life is less so. Some say it has yet to appear on planet Earth.”

- Stephen Hawking (1942-2018) -



Resultaten per asset categorie

- Volatiliteit is terug! Met name voor Amerikaanse beleggers was dat weer even wennen.
- Het eerste kwartaal van 2018 was het eerste kwartaal sinds het derde kwartaal van 2015 dat de S&P 500 een negatief rendement behaalde.
- Het eerste kwartaal telde inmiddels liefst 22 dagen waarin de S&P 500 met 1% of meer daalde of steeg. Vergelijk dat eens met het hele jaar 2017. Toen was dit op slechts acht dagen van toepassing.
- Correcties zijn een normaal onderdeel van het beleggen in aandelen. De beursindices behalen slechts in 7% van het aantal handelsdagen een nieuw recordstand. In de overige 93% van de handelsdagen zijn de beurzen aan het corrigeren of aan het herstellen van een correctie.
- Sinds 1970 is de gemiddelde correctie voor de MSCI Wereld 14,6% (binnen een kalenderjaar).
- Op bedrijfsleningen na was het resultaat van de obligatie-indices positief. Obligatiebeleggers lijken zich nog niet zoveel aan te trekken van een hogere inflatie als gevolg van een mogelijke handelsoorlog.
- Voor de alternatieve beleggingscategorieën was het eerste kwartaal er één om snel te vergeten.

Rendementen

Aandelen	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018
MSCI Wereld	1,5%	4,1%	-3,3%
MSCI Europa	2,7%	0,7%	-4,2%
MSCI Noord-Amerika	1,2%	4,5%	-3,4%
MSCI Japan	-2,5%	9,4%	-1,6%
MSCI Azië Pacific	2,5%	6,1%	-3,1%
MSCI Emerging Markets	4,5%	5,6%	-1,1%
Obligaties			
Citigroup EuroBIG Index	0,7%	0,5%	0,8%
Overheidsobligaties	0,6%	0,6%	1,1%
Bedrijfsobligaties	1,1%	0,5%	-0,4%
Inflation-linked obligaties	-0,1%	2,3%	1,2%
Alternatieven			
Vastgoed (aandelen)	-1,3%	2,7%	-6,0%
Grondstoffen	3,7%	7,9%	-0,1%
Emerging Market Debt	-1,7%	-1,8%	-5,0%
High Yield Debt	1,8%	0,2%	-1,4%
Liquiditeiten			
Euribor 3 maanden	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Inflatie (op jaarbasis)			
Inflatie Eurozone	1,5%	1,4%	1,4%



Trump denkt eendimensionaal

- Begin maart maakt Trump bekend dat hij importtarieven wil heffen op staal (25%) en aluminium (10%). Sectie 232 van de Trade Expansion Act van 1962, geeft Trump de macht tarieven te heffen op de import van producten die de nationale veiligheid in gevaar kunnen brengen. De Amerikaanse defensie-industrie is een grootverbruiker van staal. De Amerikanen willen niet dat defensie afhankelijk wordt van buitenlands staal.
- Volgens Trump zijn handelsoorlogen makkelijk te winnen wanneer sprake is van een handelsbalanstekort. Dat is eendimensionaal denken. Het klopt omdat je altijd meer importheffingen kunt opleggen dan de tegenpartij. Echter, de Amerikaanse consument zit met de gebakken peren (inflatie). Handelsoorlogen zijn **altijd** inflatoir.

- Importheffingen zijn inflatoir omdat, als we ervan uitgaan dat de vraag niet daalt, prijzen zullen stijgen. Verminderde concurrentie leidt zelden tot lagere prijzen. Er is overigens wel degelijk een kans dat de heffingen leiden tot een daling van de vraag. Autofabrikanten dreigen inmiddels om versneld over te stappen naar carbon fibre reinforced plastic (CFRB). Een dergelijke uitkomst zal het doel van de heffingen ondermijnen.
- Dit alles is slecht nieuws voor beleggers die op zoek zijn naar inkomen (rente en dividend). De grafiek toont aan dat sectoren die afhankelijk zijn van rente of dividend sinds 16 juni 2016 fors zijn achtergebleven. Op 16 juni 2016 bereikten de inflatieverwachtingen het laagste punt.

Trump denkt in een dimensie

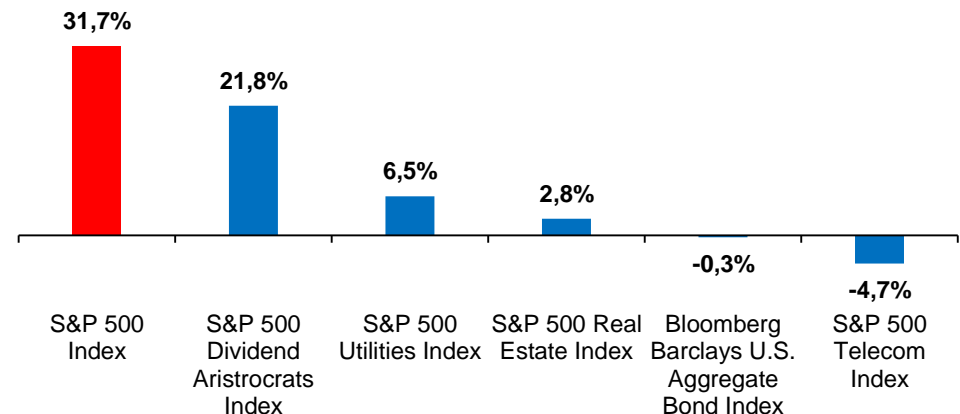


Follow

When a country (USA) is losing many billions of dollars on trade with virtually every country it does business with, trade wars are good, and easy to win. Example, when we are down \$100 billion with a certain country and they get cute, don't trade anymore-we win big. It's easy!

2:50 AM - 2 Mar 2018

Inkomen + Tarieven + Inflatie = Slechte Performance



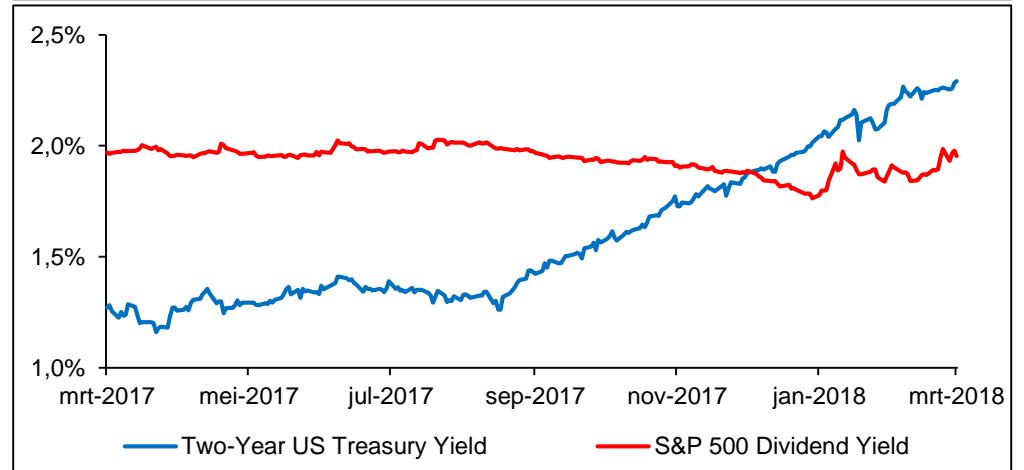


Inkomen + Tarieven + Inflatie = Slechte Performance

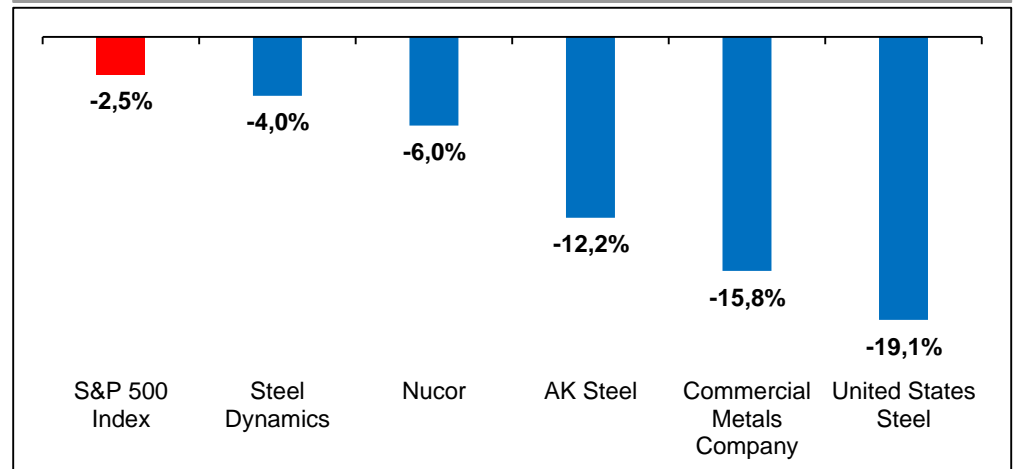
- De oorzaak van het slechte resultaat van aandelenstrategieën die zich richten op een hoog dividend, is gelegen in de stijging van de rente. In het vierde kwartaal van 2017 daalde het dividendrendement van de S&P 500 index voor het eerst in jaren weer onder het rendement van een 2-jaars staatslening.
- Recentelijk verhoogde de nieuwe Chairman van de FED Jay Powell de rente op de FED funds rate van 1,5% naar 1,75%. Dit was alweer de zesde renteverhoging sinds december 2015. De oplopende rente zorgt ervoor dat staatsleningen de Amerikaanse belegger weer een serieus alternatief voor aandelen bieden.
- Een handelsoorlog leidt tot een hogere inflatie en verdere rentestijgingen. Dit is niet het ideale scenario voor beleggers die zich richten op een hoog inkomen.

- De winnaars van de importheffingen op staal en aluminium zouden de Amerikaanse staalondernemingen moeten zijn. De CEO van AK Steel roemde het besluit van Trump dan ook: *"I fully support the actions he plans to take to stem the tide of unfairly traded steel imports that threaten the national security of our country."*
- Wij zijn benieuwd of de CEO van Boeing er ook zo over denkt. China heeft inmiddels gedreigd om importheffingen van 25% te introduceren op vliegtuigen van Amerikaanse makelij. Vliegtuigen zijn trouwens met afstand het meest waardevolle exportproduct van de VS.
- De koersen van de staalproducenten reageren vooralsnog ook niet zo heel enthousiast.

2-jaars staatsleningen leveren meer op dan de S&P 500



Zijn importheffingen goed voor de Verenigde Staten?





It's not about steel, it's about stealing!

- Het lijkt er echter sterk op dat het Trump vooral te doen is om China. De importheffingen lijken sterk op een poging om de kosten van het door China gestolen intellectuele eigendom te compenseren.
- Het Chinese gevechtsvliegtuig, de J-31, lijkt bijvoorbeeld heel erg op de F-35 van Lockheed.
- De CEO van Lockheed, Marillyn Hewson, zat dan ook pontificaal bij Trump aan tafel toen laatstgenoemde de papieren tekende om de importheffingen te bekrachtigen.
- Het intellectuele eigendom is erg belangrijk voor de VS. Staal en aluminium maken slechts voor 2% onderdeel uit van het BNP. De export van technologie telt voor liefst 17% mee.

- Wij denken dat het Witte Huis de handelsschermutselingen gebruikt om de "America First"-retoriek te vertalen in een concreet beleid rondom buitenlandse controle van essentiële technologieën.
- Vorige maand blokkeerde Trump de overname van Qualcomm door Broadcom (dat gevestigd is in Singapore). Trump zei hier het volgende over: *"There is credible evidence that leads me to believe that Broadcom [by acquiring Qualcomm] might take action that threatens to impair the national security of the United States"*.
- De boodschap die het Witte Huis hiermee wil overbrengen is dat het elke overnamepoging zal blokkeren die China een technologische voorsprong zal bezorgen.

J-31 = F-35



Een economische en technologische koude oorlog op komst?

Foreign Deals Killed Under Trump

Committee on Foreign Investment in the U.S. steps up opposition to takeovers from abroad

Target	Would-be Acquirer	Country	When Killed	Deal Size
Xcerra	Hubei Xinyan Equity Investment	China	Feb 2018	\$580 million
MoneyGram	Ant Financial Services Group	China	Jan 2018	\$1.2 billion
Cowen	China Energy Company Limited	China	Nov 2017	\$100 million
Aleris	Zhongwang USA	China	Nov 2017	\$1.1 billion
HERE	NavInfo	China	Sep 2017	\$330 million
Lattice Semiconductor	Canyon Bridge	China	Sep 2017	\$1.3 billion
Global Eagle Entertainment	HNA Group	China	Jul 2017	\$416 million
Novatel Wireless	T.C.L. Industries	China	Jun 2017	\$50 million
Cree	Infineon Technologies	Germany	Feb 2017	\$850 million

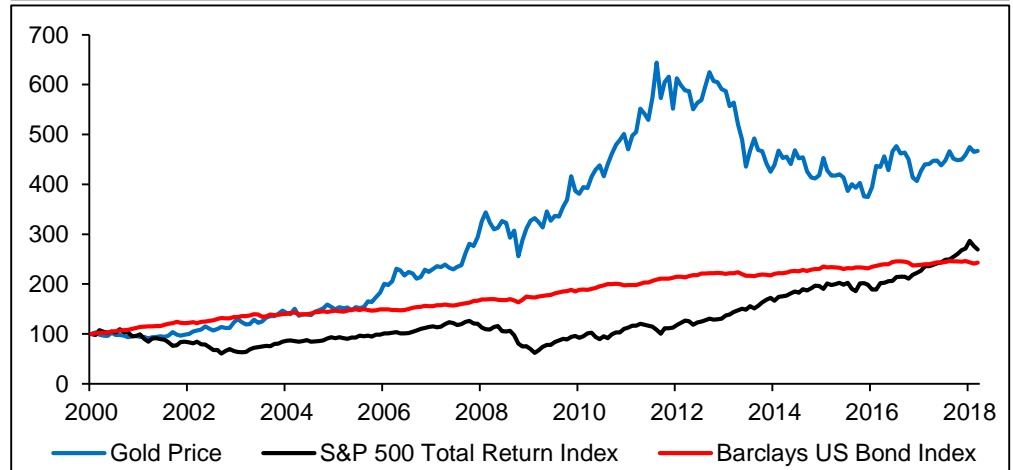


All that glitters is gold

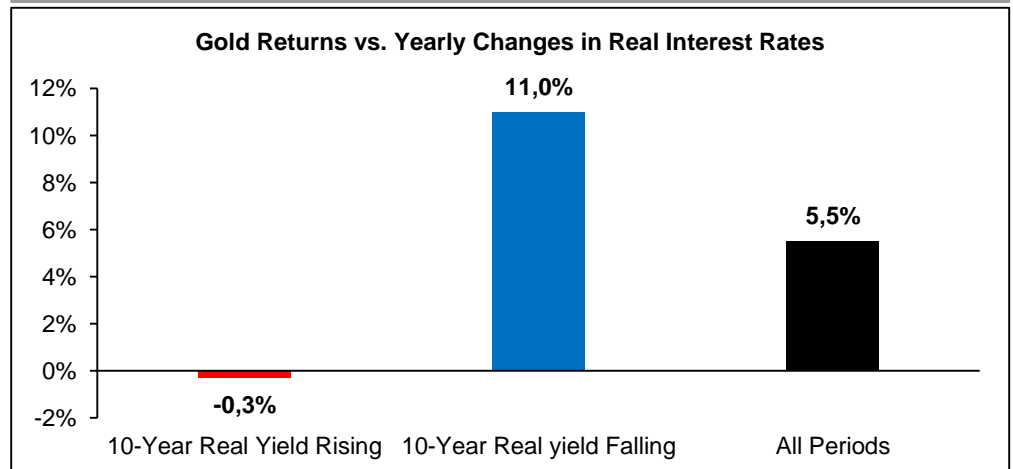
- Weinig beleggers realiseren zich dat goud tot nu toe de beste belegging van deze eeuw is gebleken.
- De dalende trend in de reële rente (nominale rente minus de inflatie) is een belangrijke oorzaak van het goede rendement van goud.
- De logica hierachter is eenvoudig: goud betaalt geen rente of dividend en wordt dus minder aantrekkelijk wanneer de reële rente oploopt
- Echter, goud is een complexe belegging. De koersvorming van dit edele metaal wordt door meerdere factoren beïnvloed. De reële rente is slechts een van de factoren. Maar wel een hele belangrijke.

- Gedurende de periode 1975 tot en met 2017 behaalden beleggers in goud een rendement van 11% wanneer de 10-jaars reële rente daalde. Een negatief rendement van 0,3% was hun deel in de perioden dat de reële rente opliep.
- De correlatie tussen goud en de reële rente is echter niet perfect. Zij is -0,39. Dit wil zeggen dat 39% van de verandering in de prijs van goud wordt verklaard door een tegenovergestelde beweging in de reële rente.
- Een handelsoorlog is per definitie inflatoir. En inflatie zorgt voor een dalende reële rente. In dat geval zou goud zijn leidinggevende positie ten opzichte van aandelen en obligaties best nog wel eens een tijdje kunnen behouden.

Goud is de winnaar deze eeuw (tot nu toe)



Dankzij lage reële rentes



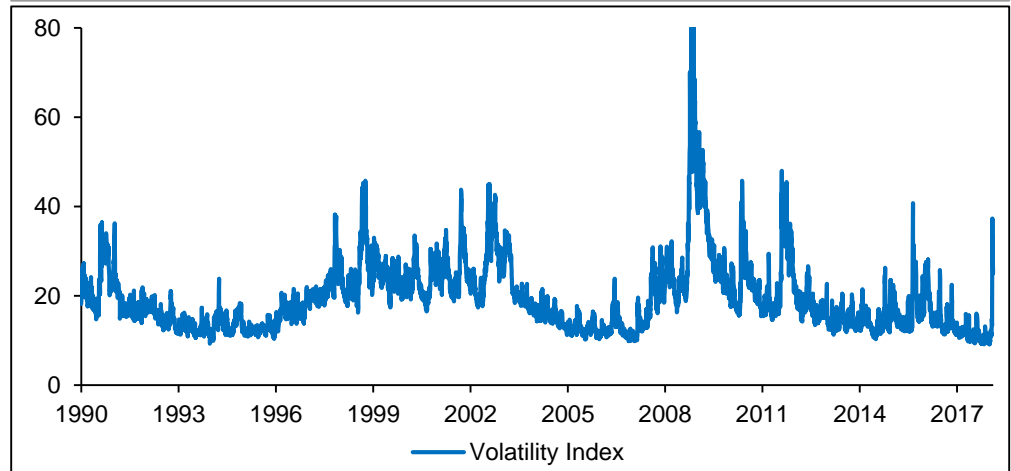


I'm back baby, I'm back

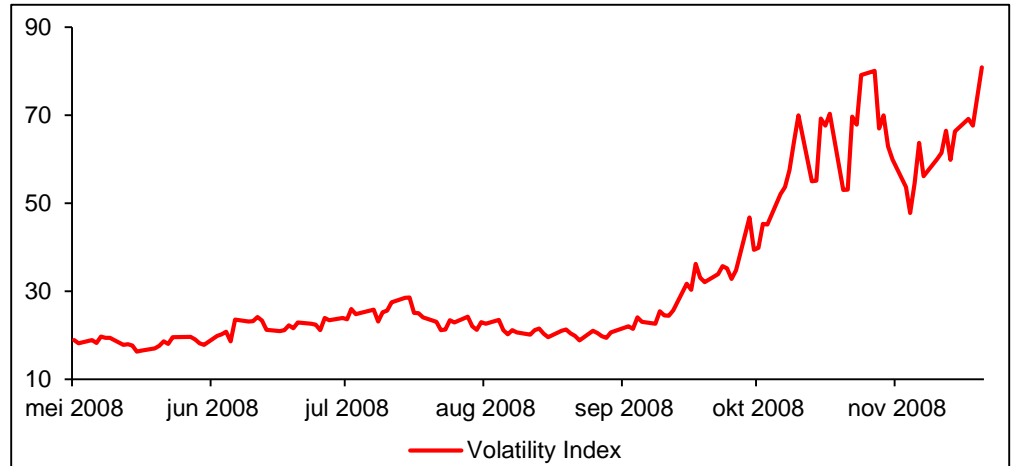
- Na een rustig beursjaar in 2017, brak begin februari de hel los. De Dow Jones verloor in één dag tijd maar liefst 1.175 punten. Het grootste (punten) verlies ooit. Volatiliteit was terug van weggeweest.
- Wat is volatiliteit nu eigenlijk? Bij IBS definiëren wij het als de prijs die beleggers betalen voor het hoge rendement op aandelen.
- De verwachte volatiliteit wordt afgeleid uit opties. De prijs van een optie is opgebouwd uit vijf onderdelen. (1) De stand van de index, (2) de uitoefenprijs van de optie, (3) de rentestand, (4) het verwachte dividend en (5) de volatiliteit van de index.
- De eerste vier onderdelen zijn bekend. De verwachte volatiliteit kunnen we vervolgens eenvoudig herleiden.

- De VIX-index wordt ook wel de angstindex genoemd. Deze index wordt afgeleid uit opties op de S&P 500 index met een looptijd van 30 dagen.
- Een VIX van 20 geeft aan dat beleggers de aankomende 12 maanden een koersschommeling van 20% verwachten. We kunnen de verwachte volatiliteit op dagbasis uitrekenen door 20% te delen door de wortel van het aantal handelsdagen in een jaar (ca. 256). De wortel van 256 is 16. Dus $20\%/16 = 1,25\%$ per dag.
- Wanneer de beurs daalt en beleggers onzeker worden, stijgt de VIX-index en vice versa. Het crisisjaar 2008 gaf hiervan een mooi voorbeeld. De VIX steeg in twee maanden tijd van 20 naar 80 (verwachte koersschommelingen van 5% per dag).

De VIX



De VIX van 20 naar 80 in twee maanden tijd



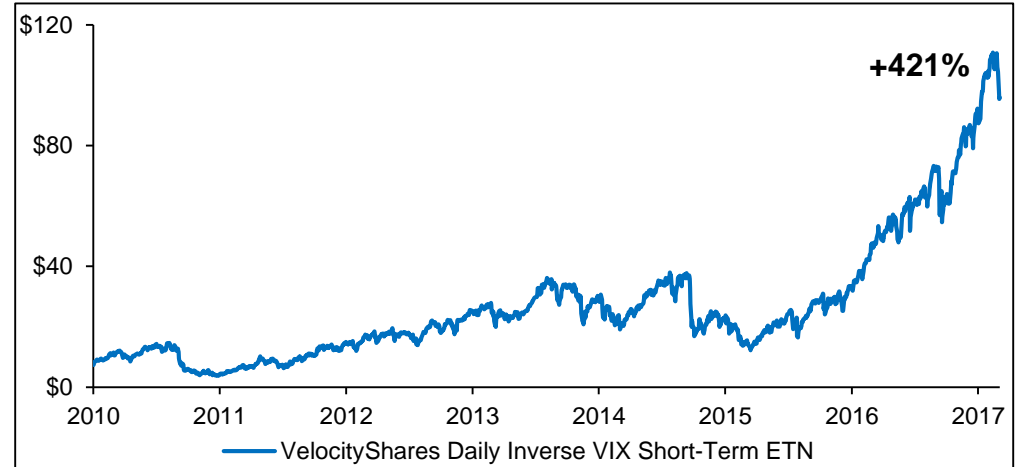


Kunnen we in volatiliteit handelen?

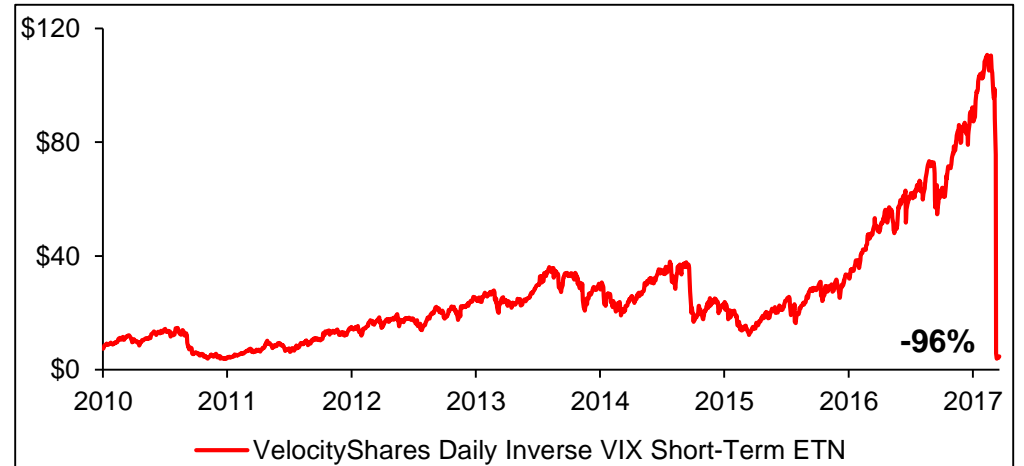
- Natuurlijk! Dat kunnen we wel aan de banken overlaten. Credit Suisse bedacht de *Inverse VIX Short-Term ETN*, afgekort de XIV. Met de XIV konden beleggers inspelen op het laag blijven van de volatiliteit. De grafiek laat zien dat deze belegging dankzij de lage volatiliteit van de afgelopen jaren erg succesvol was.
- U kunt de XIV het best vergelijken met een omgekeerde brandverzekering. U verdient als uw huis niet afbrandt. Maar als uw huis wel afbrandt...
- Credit Suisse introduceerde de XIV in 2010. Het belegde vermogen in het product groeide vervolgens gestaag aan tot \$2,2 miljard.
- In 2016 en 2017 verdienden beleggers respectievelijk 81% en 188%. Dankzij de lage volatiliteit!

- Dat veranderde op 6 februari! De beurzen daalden op die bewuste dag met 5% en beleggers in de XIV kwamen erachter dat ze niet met z'n allen tegelijk door een smalle deur naar buiten konden.
- Het resultaat was dat de \$2,2 miljard binnen enkele uren verdampte tot slechts \$80 miljoen, een verlies van 96%!
- Volgens Nassim Taleb: *"In a strategy that entails ruin, benefits never offset risks of ruin."* Met andere woorden, historische rendementen hebben geen enkele betekenis wanneer u in de toekomst het risico loopt in één klap al uw geld te verliezen.
- Wij adviseren beleggers om complexe financiële producten waarvan het risico niet te overzien is, te mijden.

Een rendement van jaren...



...in één enkele dag weg



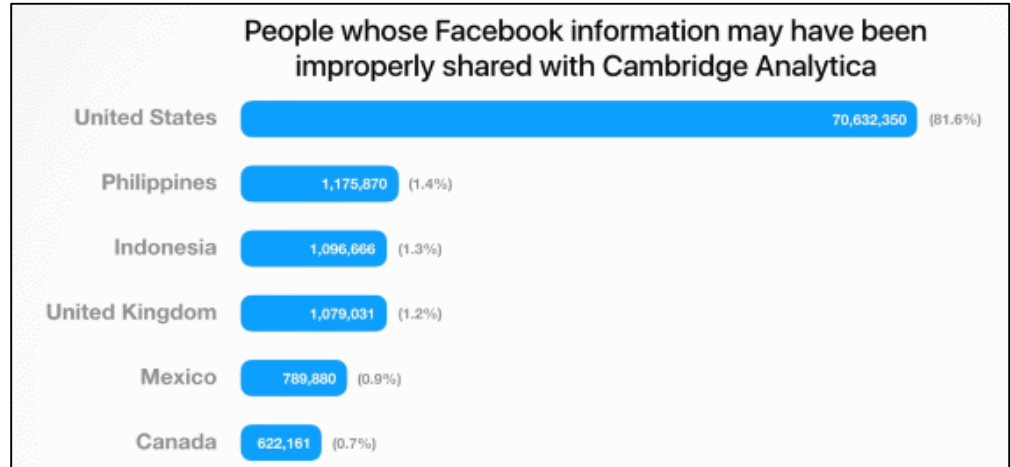


#DeleteFacebook

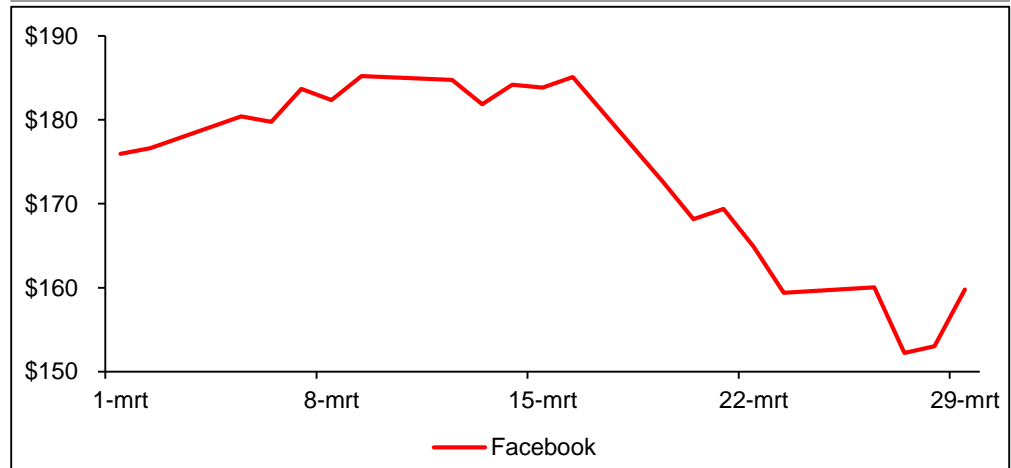
- Op 17 maart publiceren zowel de New York Times als de Guardian artikelen over een data 'lek' bij Facebook. Hierdoor zijn de persoonlijke data van meer dan 80 miljoen gebruikers in handen gekomen van Cambridge Analytica. Cambridge is een marketing bedrijf dat onder andere heeft gewerkt voor de Vote Leave organisatie en de Trump Presidential Campaign.
- Deze openbaring leidde tot een koersdaling van circa 18% in de aandelen Facebook. Bovendien werd het initiatief genomen voor een #DeleteFacebook campagne... Op social media. Oh ironie!
- Hieronder een korte tijdlijn van relevante gebeurtenissen.

- **2007:** Facebook lanceert tools waarmee app-ontwikkelaars data van Facebook gebruikers kunnen gebruiken, mits zij er toestemming voor geven.
- **2013:** Cambridge University onderzoeker Aleksandr Kogan lanceert een persoonlijkheidstest op Facebook die gebruikers toestemming vraagt om data te downloaden van de gebruiker (plus zijn of haar vrienden).
- **2014:** Facebook past het platform aan waardoor het niet langer mogelijk is voor apps om data van vrienden, zonder toestemming, te downloaden.
- **2015:** Facebook komt er achter dat Kogan de vergaarde data tegen de regels in heeft gedeeld met Cambridge Analytica. Facebook eist dat Cambridge de data verwijdert. Cambridge belooft dit te doen.
- **2018:** Cambridge Analytica blijkt de data nooit te hebben verwijderd.

Meer dan 80 miljoen mensen zijn het slachtoffer



De koers van Facebook daalde bijna 18%



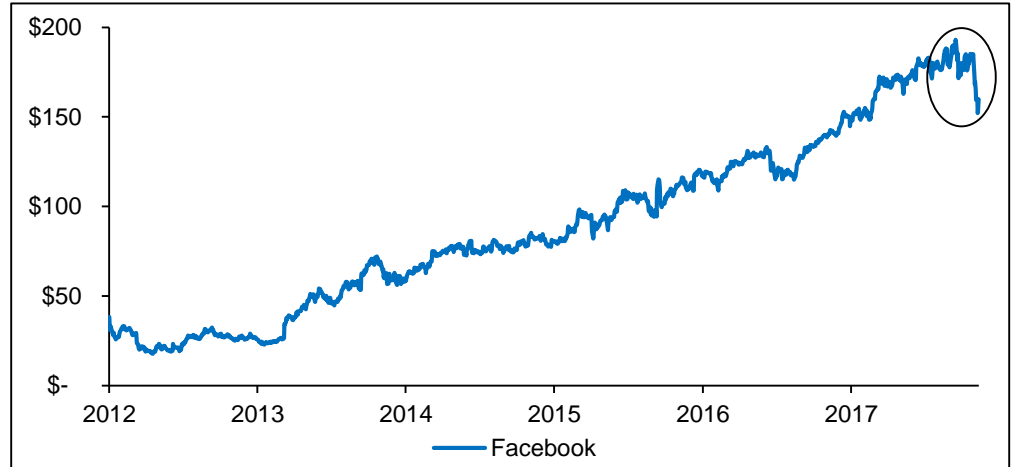


De gestolen Facebook data die nooit werden gestolen

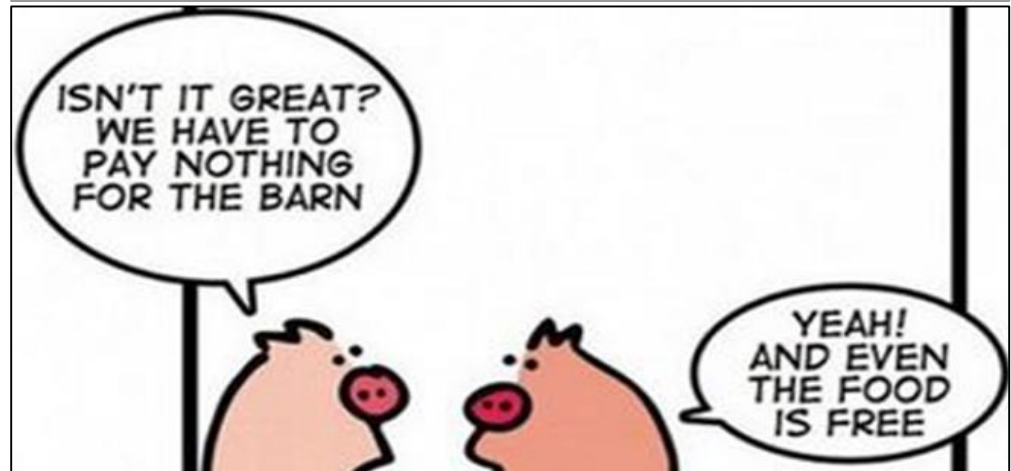
- Er is dus nooit sprake geweest van een 'hack'. De data zijn gewoon vergaard in overeenstemming met de regels die in 2013 golden. Alleen het delen van de data was in strijd met de regels.
- Facebook kan ter verdediging aanvoeren dat het al in 2014 de regels omtrent het delen van informatie over vrienden heeft aangepast. Dit was ruimschoots voordat deze zaak bij de onderneming bekend werd.
- Toch ligt Facebook zwaar onder vuur en moet CEO Mark Zuckerberg bij het Congress op het matje komen om te getuigen over het handelen van het bedrijf rondom het Cambridge Analytica 'schandaal.'

- Het feit dat Donald Trump data van internetgebruikers aanwendt om specifieke doelgroepen te bereiken is niet uniek. Hillary Clinton deed precies hetzelfde. En Barack Obama was zeer waarschijnlijk de uitvinder van vergelijkbare microtargetting.
- We dienen het probleem dan ook niet zozeer bij Facebook, Cambridge Analytica, of Donald Trump te zoeken, maar bij de gebruikers. Zij hebben zich onvoldoende gerealiseerd dat ze voor veel online services niet de klant zijn, maar het product.
- Facebook heeft inmiddels een tool geïntroduceerd waarmee een gebruiker alle informatie die Facebook over hem of haar heeft, kan downloaden. Dat zal voor veel mensen even schrikken zijn.

Perspectief is altijd goed voor de langetermijn belegger



"If you're not paying for the product, you are the product"



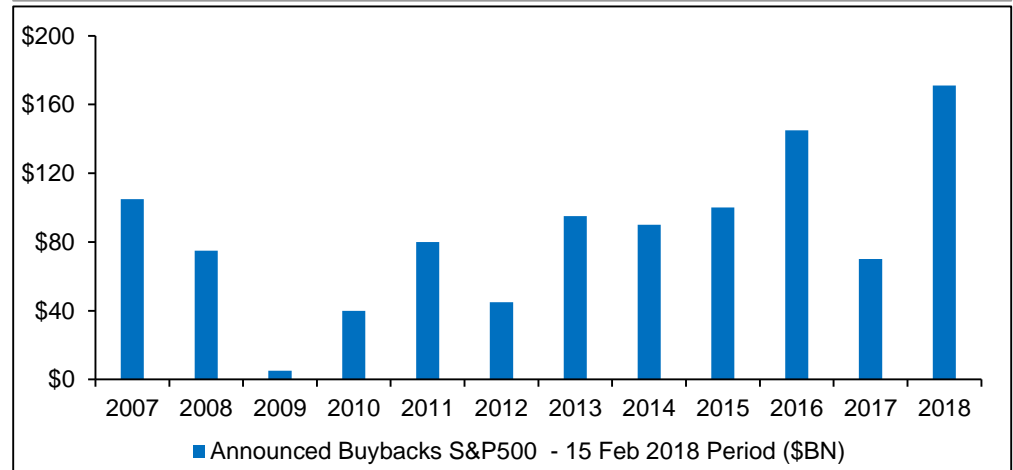


Gaat de inkoop van de eigen aandelen ten koste van de investeringen?

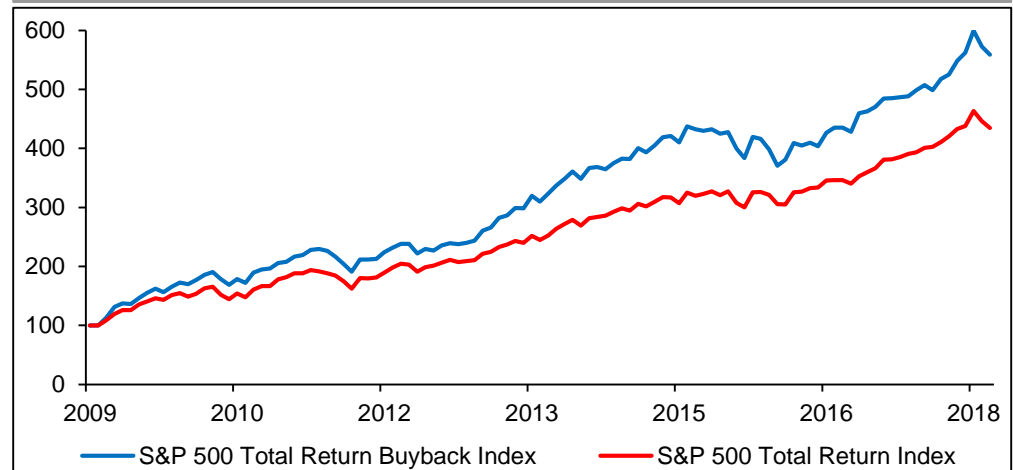
- In het vierde kwartaal van 2017 is de winstbelasting voor het bedrijfsleven in de VS verlaagd van 35% naar 21%. De vraag is: wat gaan de ondernemingen doen met de miljarden aan nog onbelaste winsten die in het buitenland staan? Het antwoord: zij gaan de eigen aandelen inkopen
- In de eerste zes weken van 2018 kondigden de ondernemingen uit de S&P 500 aan dat zij voor \$171 miljard aan eigen aandelen zullen inkopen. Dit betekent een flinke stijging ten opzichte van 2017 en meer dan een verdubbeling van het gemiddelde (\$77 miljard) van de afgelopen 10 jaar.
- Een voorbeeld is Cisco. Van de \$71 miljard die het buiten Amerika heeft staan, zal het \$25 miljard terughalen en gebruiken voor de inkoop van de eigen aandelen.

- De inkoop van eigen aandelen krijgt vaak kritiek. Het gaat ten koste van de langetermijninvesteringen en komt slechts ten goede aan de aandeelhouders. Een recent onderzoek vindt geen enkel bewijs voor onderinvesteringen als gevolg van de inkoop van de eigen aandelen. De afgelopen 10 jaar keerden de ondernemingen uit de S&P 500 gemiddeld slechts 41,5% van de winst uit aan aandeelhouders.
- Ondernemingen die de eigen aandelen inkopen, presteren wel beter op de beurs. De S&P 500 Buyback index belegt in de 100 ondernemingen met de hoogste procentuele aandeleninkoop. Sinds 2009 heeft de Buyback index de S&P 500 ruimschoots verslagen (460% versus 335%). Beleggers dienen wel uit te kijken voor ondernemingen die de inkoop van de eigen aandelen financieren met schuld.

Inkoop eigen aandelen S&P 500



Buybacks index versus de S&P 500



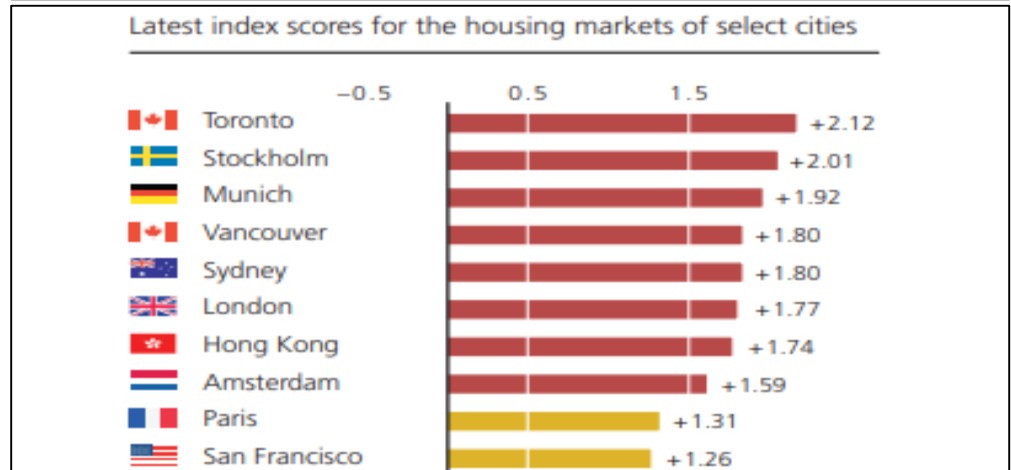


FOMO in de huizenmarkt

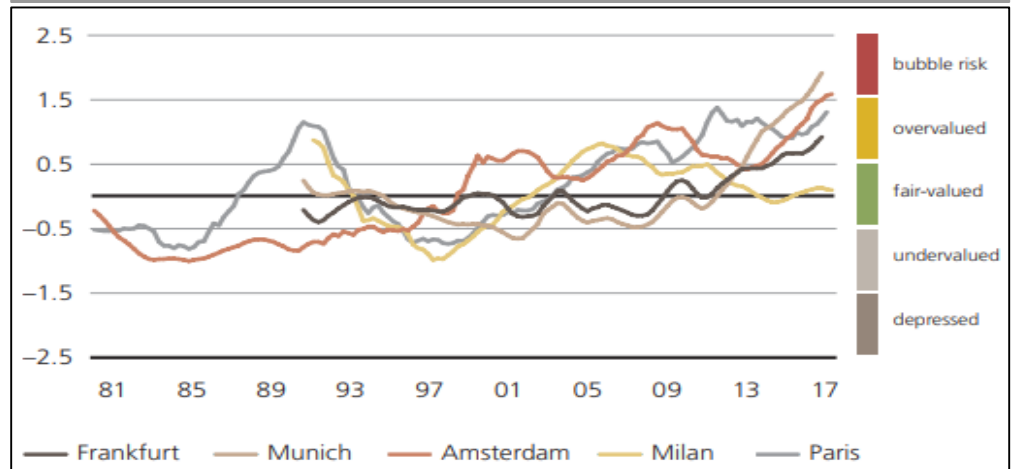
- FOMO = Fear Of Missing Out.
- UBS stelde vast dat in de huizenprijzen in München, Toronto, Amsterdam, Sydney en Hong Kong in 2017 met meer dan 10% gestegen waren. In dat tempo is er elke 7 jaar sprake van een verdubbelen in waarde. De prijsstijgingen zijn volgens UBS volstrekt logisch: lage rentes, meer rijke huishoudens en een bouwsector die de vraag niet kan bijhouden.
- Steden met een index groter dan 1,5 bevinden zich volgens de UBS in zeepbel territorium. In 2017 passeerde slechts één stad de grens van 1,5: Amsterdam.
- Prijscorrecties van 15% of meer worden, volgens UBS, in 90% van de gevallen voorafgegaan door een indexniveau van 1,5 of hoger.

- In alle Europese steden zijn de huizenprijzen de laatste vijf jaar fors gestegen. Op Milaan na zijn de huizen in alle Europese steden nu te duur.
- In Amsterdam zijn de prijzen sinds 2015 zelfs met meer dan 30% gestegen. De prijsstijgingen zijn niet meer te vergelijken met die in de rest van Nederland. Dit fenomeen zagen we al eerder in steden als London en San Francisco.
- Volgens UBS is een stijging van de rente het grootste gevaar. In veel gevallen bleek een oplopende rente de oorzaak van een forse correctie op de huizenmarkten.
- In de tussentijd worden 'would be' huizenbezitters in Amsterdam steeds wanhopiger.

UBS Global Real Estate Bubble Index



Eurozone UBS global Real Estate Bubble Index





Competitieve voordelen: efficiënte schaal

- In onze vorige kwartaalverslagen behandelden wij reeds het concept 'Return on Invested Capital' (ROIC). ROIC is één van de belangrijkste maatstaven die wij gebruiken om onderscheid te maken tussen kwalitatief goede en kwalitatief mindere ondernemingen.
- ROIC is echter een cijfer dat het verleden beschrijft en dus niet noodzakelijk representatief is voor de toekomst.
- Om inzicht te krijgen of een onderneming ook in de toekomst haar winstgevendheid zal behouden, dienen we onderzoek te doen naar de eventuele blijvende competitieve voordelen (de 'Moat') van de onderneming.
- Blijvende competitieve voordelen houden concurrentie buiten de deur en zijn een voorwaarde voor een hoge toekomstige ROIC.

- Wij definiëren een vijftal verschillende bronnen die zorgen voor een blijvend competitief voordeel:
- **Overstapkosten;**
- **Netwerkeffect;**
- **Immateriële activa;**
- **Kostenvoordelen;** en
- **Efficiënte schaal.**
- In dit kwartaalverslag willen we ingaan op efficiënte schaal. Wat houdt dat nu precies in?

De bronnen van een competitief voordeel

Overstapkosten

Netwerkeffect

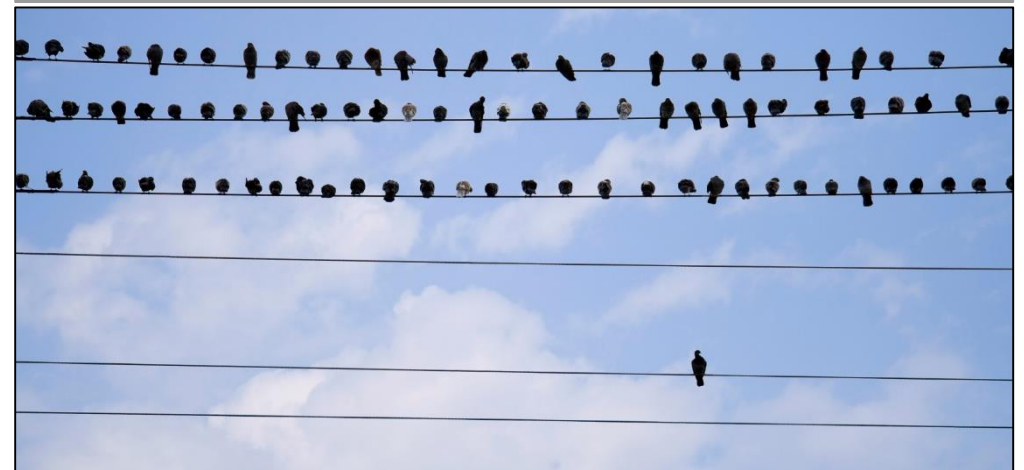
Immateriële activa

Kostenvoordelen

Efficiënte schaal

Moat

Efficiënte schaal - only room for one/some



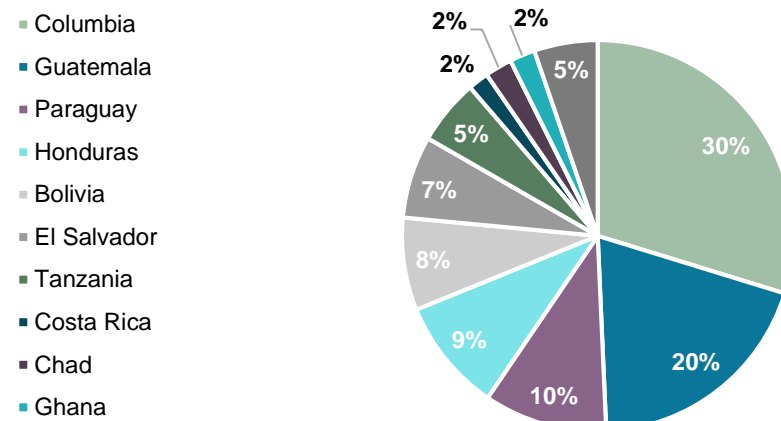


Competitieve voordelen: efficiënte schaal

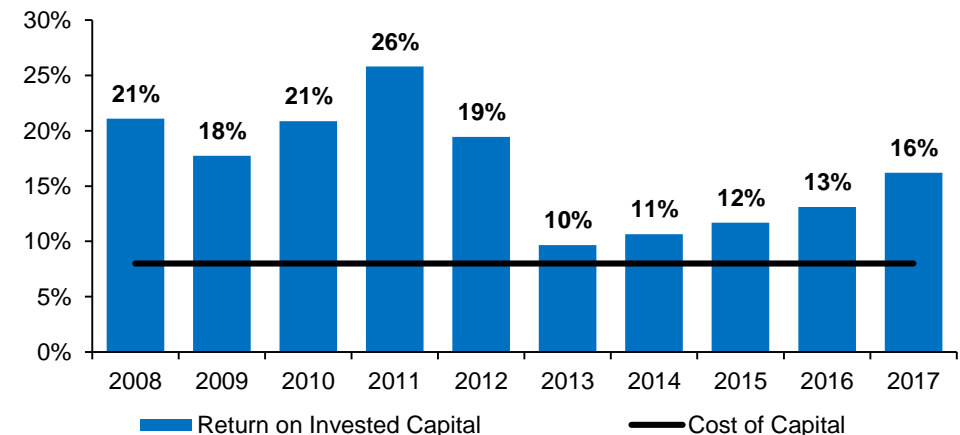
- Competitieve voordelen als gevolg van een 'efficiënte schaal' komen tot uiting in situaties waar één of een klein aantal ondernemingen een, qua omvang, gelimiteerde markt bedienen. Een gelimiteerd aantal klanten kan veroorzaakt worden door bijvoorbeeld locatiegebondenheid, infrastructuur, landsgrenzen of vergunningen.
- Voor potentiële nieuwe concurrenten is de geringe omvang van de markt een groot obstakel.
- Wanneer een nieuwe concurrent de kleine of gelimiteerde markt toch wil betreden, heeft dit tot gevolg dat de winstgevendheid voor alle ondernemingen fors daalt. De vraag is dan of zij überhaupt nog wel winstgevend kunnen opereren.

- Een voorbeeld van een onderneming die van een efficiënte schaal profiteert, is het telecom bedrijf Millicom International. Millicom opereert als mobiele telefonie aanbieder voornamelijk in kleine landen in Afrika en Midden- en Zuid-Amerika.
- In de meeste landen waar de onderneming opereert, is slechts een enkele concurrent actief. Het aantal inwoners is immers beperkt. Daarnaast zijn de telecomvergunningen vaak lokaal geregeld en lastig te verkrijgen.
- Het is voor nieuwe toetreders nagenoeg onmogelijk om deze markten te betreden, een netwerk te bouwen en winstgevend te zijn. Millicom kan daarom ook een Return on Invested Capital (ROIC) behalen dat consequent hoger ligt dan de Cost of Capital (CoC).

Millicom omzet per land



Millicom Return On Invested Capital





Positionering

Aandelen	Overwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Vanaf de verkiezing van Trump zijn wij volledig overwogen in aandelen.▪ Onze risicoindicatoren waren aan het eind van 2017 niet meer unaniem positief. Echter, wij hebben tot op heden nog onvoldoende bewijs om onze tactische asset allocatie aan te passen.▪ Onze grootste overweging is nog altijd in Europese aandelen en onze grootste onderweging is in de VS.
Obligaties	Onderwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Vanaf de verkiezing van Trump zijn wij volledig onderwogen in obligaties.▪ De huidige rentestand zorgt ervoor dat obligaties op dit moment een onaantrekkelijke beleggingscategorie zijn.▪ Een deel van de allocatie naar vastrentende waarden is belegd in 'inflation-linked' en in 'floating rate' obligaties. Deze obligaties profiteren van een stijging van de inflatie, respectievelijk een stijging van de korte rente.
Alternatieven	Overwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij zijn overwogen in alternatieven.▪ De allocatie in alternatieven bestaat nog altijd uit posities in goud en water.



Investment Team



Hans Betlem

Chief Investment Officer

hans.betlem@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 218 88 344



Koen Ronda

Portfolio Manager

koen.ronda@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 237 58 580



Ronald Bomkamp

Operational Portfolio Manager

ronald.bomkamp@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 146 90 089



Joost de Rijk

Senior Investment Analyst

joost.derijk@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 397 51 592



Reinder Wietsma

Senior Investment Analyst

reinder.wietsma@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 439 28 299



Max Veldkamp

Sustainability Manager

max.veldkamp@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 154 68 250

De Cuserstraat 87
1081 CN Amsterdam
+ 31 (0) 20 - 51 41 780
info@ibsc.nl
www.ibsc.nl



IBS
capital
allies

Deze presentatie is exclusief vervaardigd ten behoeve van en voor intern gebruik door de ontvanger en niets uit deze presentatie mag openbaar worden gemaakt of bekendgemaakt aan een ander dan de ontvanger. Noch deze presentatie, noch enig gedeelte uit deze presentatie mag worden gebruikt voor enig ander doel dan waarvoor deze presentatie is opgesteld zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS. De informatie in deze presentatie geeft de heersende huidige markt weer en onze visie daarop, welke aan verandering onderhevig kunnen zijn. De in dit document opgenomen informatie is samengesteld uit bronnen die als betrouwbaar gelden zonder dat naar de juistheid van die informatie nader onderzoek is gedaan. Geen uitdrukkelijke of impliciete waarborgen of garanties worden gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van deze presentatie of de inhoud daarvan. Tevens zal noch deze presentatie noch iets in de presentatie enige verplichting scheppen voor IBS of de basis van enige overeenkomst zijn met IBS of beogen te zijn. De presentatie is geen (beleggings)advies en is ook geen aanbod of uitnodiging tot het doen van effectentransacties.